

## KINERJA KEUANGAN BERBASIS PENCIPTAAN NILAI, FAKTOR MAKROEKONOMI, DAN *RETURN* SAHAM SEKTOR PERTANIAN

Arif Kurniadi  
Noer Azam Achsani  
Hendro Sasongko

Program Pascasarjana Manajemen Bisnis Institut Pertanian Bogor  
Jl. Raya Pajajaran, Bogor 16143  
Email: arifkur77@gmail.com

### Abstrak

Tujuan dari penelitian ini adalah: (1) menganalisis kinerja keuangan menggunakan EVA, MVA, Q-Tobin, (2) menganalisis pengaruh EVA, MVA, Q-Tobin dan faktor makroekonomi terhadap *return* saham, (3) mengembangkan implikasi manajerial. Data dikumpulkan dari 8 perusahaan sektor pertanian yang terdaftar di BEI sebelum tahun 2005. Hasil menunjukkan sebagian besar perusahaan memperoleh EVA negatif, MVA positif, dan nilai  $q < 1$ . Variabel *MVARET* dan *Q-TobinRET* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham.

**Kata Kunci:** *Return Saham, Sektor Pertanian, Analisis Kinerja Berbasis Penciptaan Nilai, Faktor Makroekonomi, Model Random Effect*

### Abstract

*The purposes of this study were: (1) analyze the financial performance using EVA, MVA, Q-Tobin, (2) analyze the influence of EVA, MVA, Q-Tobin and macroeconomic factors on stock returns, (3) develop managerial implications. Data was collected from 8 agricultural companies listed in Indonesia Stock Exchange before 2005. Finding showed that most companies gained a negative EVA, positive MVA, and value  $q < 1$ . Besides, *MVARET* and *Q-TobinRET* had significant effect on stock returns.*

**Keywords:** *Stock Return, Agricultural Sector, Value Creation-Based Performance Analysis, Macroeconomic Factors, Random Effect Model*

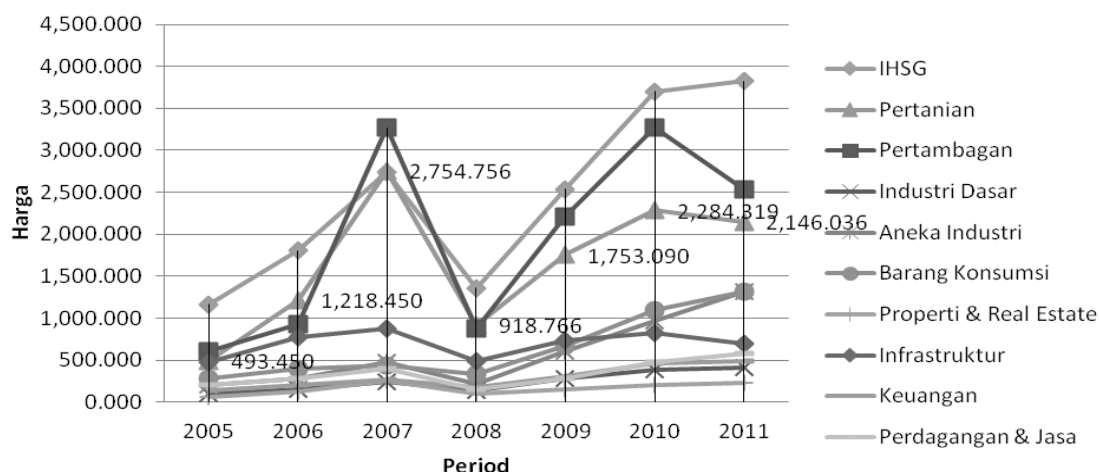
### PENDAHULUAN

Peran pasar modal dalam menunjang perekonomian suatu negara dinilai semakin penting. Saat ini, indikator perekonomian suatu negara, selain diukur melalui pertumbuhan PDB juga dapat diukur melalui kinerja indeks pasar modal yang merupakan indikator kepercayaan investor. Seiring dengan perkembangan perekonomian Indonesia, peran pasar modal menjadi sangat strategis dalam menunjang pembangunan nasional serta sumber pembiayaan dan investasi selain perbankan dan pinjaman luar negeri. Proses transaksi modal berlangsung di sebuah pasar khusus yang disebut sebagai bursa efek.

Produk utama dari bursa efek adalah saham. Saham yang diperdagangkan mengalami fluktuasi tergantung transaksi yang dilakukan. Oleh karena itu, para investor harus mampu memperkirakan pergerakan

an indeks harga saham di bursa efek. Indeks pasar modal di Indonesia disebut sebagai Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) yang terdiri dari sembilan indeks sektoral, yaitu agribisnis, pertambangan, industri dasar, aneka industri, industri produk konsumen, properti dan *real estate*, infrastruktur, lembaga keuangan, perdagangan, jasa, dan investasi (Indonesia Stock Exchange 2010).

Sektor pertanian dipandang memiliki peran penting dalam pertumbuhan laju perekonomian di Indonesia. Selama tahun 2005 sampai dengan 2011, sektor pertanian dan subsektornya yang meliputi perkebunan, perikanan, peternakan, dan kehutanan mengalami pertumbuhan dalam struktur Produk Domestik Bruto (PDB). Selain itu, sektor pertanian menempati urutan ketiga dalam struktur PDB Indonesia, di bawah sektor industri pengolahan dan sektor perdagangan, hotel dan restoran dengan nilai PDB pada



**Gambar 1. Perkembangan Nilai IHSI dan Indeks Harga Saham Sejumlah Sektor**

Sumber: *Indonesia Stock Exchange*, 2013

tahun 2005 sebesar Rp 253,88 triliun menjadi Rp 313,73 triliun pada tahun 2011 (Badan Pusat Statistik, 2013).

Perkembangan sektor pertanian di pasar modal juga menunjukkan kinerja saham yang cukup baik. Selama tahun 2005 sampai dengan 2011, rata-rata indeks harga saham sektor pertanian bersama sektor pertambangan menempati urutan lebih tinggi dibandingkan dengan sektor lainnya. Seperti ditunjukkan dalam Gambar 1, sejak tahun 2006 indeks harga saham sektor pertanian sudah menembus angka 1.000 poin.

Dari sisi pergerakan indeks harga saham, sektor pertanian memiliki pergerakan indeks harga saham yang sangat fluktuatif. Fluktuasi pergerakan indeks harga saham sektor pertanian juga mempengaruhi *return* saham yang dihasilkan. Selama periode 2005 sampai dengan 2011, sektor pertanian menempati urutan paling rendah setelah sektor pertambangan terkait nilai *annualised return*, yaitu sebesar -199,72% seperti ditunjukkan pada Tabel 1.

Keputusan investor sangat dipengaruhi oleh nilai *return* yang diterima. *Return* menjadi indikator utama kemampuan perusahaan menciptakan nilai bagi para investor dalam bentuk pembayaran dividen ataupun *capital gain*. Pengukuran kinerja merupakan salah satu faktor penting yang berguna untuk perencanaan keuangan perusahaan. EVA merupakan salah satu alat pengukur kinerja keuangan perusahaan yang berhubungan langsung dengan nilai pasar intrinsik suatu perusahaan. MVA merupakan suatu metode yang relatif penting dalam menilai kinerja perusahaan, khususnya dalam mengukur besarnya penciptaan nilai kekayaan para pemegang saham, yang dapat dilihat melalui nilai pasar (*market price*) perusahaan.

Penggunaan Q-Tobin dimaksudkan untuk menilai kemampuan perusahaan dalam mengelola aktiva agar tercipta nilai pasar modal yang menguntungkan. Terkait dengan pengaruh ketiga metode tersebut terhadap *return* saham, secara empiris menghasilkan hasil beragam.

**Tabel 1. *Annualised Return* IHSI dan Indeks Sektoral di Indonesia Tahun 2005–2011**

Indeks	Tahun 2005–2011
	<i>Annualised return (%)</i>
IHSI	6,94
Pertanian	-199,72
Pertambangan	-213,67
Industri Dasar dan Kimia	11,98
Aneka Industri	7,81
Barang Konsumsi	20,89
Properti dan Real Estate	-7,25
Transportasi dan Infrastruktur	3,30
Keuangan	13,92
Perdagangan Jasa dan Investasi	-22,30

Sumber: *Indonesia Stock Exchange*, 2013

Dalam penentuan *return saham* selain dipengaruhi oleh kinerja perusahaan juga dipengaruhi faktor eksternal. Faktor-faktor tersebut meliputi faktor makroekonomi dan termasuk faktor eksternal lainnya, seperti adanya krisis ekonomi. Inflasi merupakan salah satu makroekonomi yang menunjukkan kenaikan harga berbagai produk dan jasa dalam suatu periode tertentu. Kondisi ini mempengaruhi kemampuan daya beli konsumen dalam membeli produk atau jasa sehingga kinerja perusahaan dalam bentuk laba serta *return* kepada investor yang dihasilkan.

Nilai tukar mencerminkan posisi nilai tukar suatu negara (*home currency*) terhadap negara lain (*foreign currency*). Mengingat nilai tukar rupiah mengacu kepada dollar AS, ketika terjadi pelemahan nilai rupiah terhadap dollar AS, maka perusahaan-perusahaan yang menjual produknya dalam bentuk mata uang dollar akan mengalami keuntungan karena nilainya menjadi besar ketika dikonversi ke dalam mata uang rupiah. Hal ini akan berpengaruh juga terhadap *return* yang didapatkan oleh *shareholders*.

Oleh karena itu, penelitian ini bertujuan menganalisis kinerja keuangan perusahaan di sektor pertanian yang tercatat di BEI dengan menggunakan metode EVA, MVA, dan Q-Tobin; menganalisis pengaruh EVA, MVA, Q-Tobin, dan faktor-faktor makroekonomi (inflasi dan nilai tukar) terhadap *return* saham sektor pertanian yang tercatat di BEI; serta menyusun implikasi manajerial dari hasil analisis yang dilakukan.

## LANDASAN TEORI DAN HIPOTESIS

Hipotesis yang dirumuskan dalam penelitian ini adalah variabel-variabel yang telah didefinisikan memiliki pengaruh terhadap *return* saham. Berdasarkan beberapa penelitian terdahulu menunjukkan hasil yang relatif beragam. Dalam hal pengaruh hubungan variabel EVA terhadap *return* saham, Bacidore *et al.* (1997) menyatakan bahwa EVA memiliki korelasi yang signifikan terhadap *return* saham. Hasil yang berbeda dinyatakan oleh Irwansyah (2001) dan Kartini & Hermawan (2008) yang menyatakan bahwa variabel EVA memiliki pengaruh yang tidak signifikan terhadap *return* saham.

Sama halnya dengan penelitian terhadap EVA, terdapat hasil yang beragam mengenai keterkaitan antara MVA dengan *return* saham. Irwansyah (2001) menyatakan bahwa variabel MVA mempunyai pengaruh signifikan dengan *return* saham. Adapun hasil penelitian yang dilakukan oleh Kartini & Hermawan (2008) menyatakan hasil yang berbeda bahwa pengaruh variabel MVA tidak signifikan terhadap *return* saham.

Terkait dengan analisis Q-Tobin dan kaitannya dengan *return* saham, Vadii & Hosseini (2012) menyatakan terdapat hubungan yang signifikan antara Q-Tobin dengan *return* saham. Harney & Tower (2003) menjelaskan bahwa Q-Tobin memiliki superioritas dibandingkan *price earning ratios* dalam memprediksi tingkat pengembalian (*rate of return*) saham S&P 500 Index. Penggunaan Q-Tobin sangat membantu para investor dalam menilai hasil investasinya saat ini karena nilai Q-Tobin mencerminkan profitabilitas

modal masa depan (*return*) yang diduga atas profitabilitasnya sekarang (Mankiw, 2007).

Penelitian terkait pengaruh inflasi dan nilai tukar terhadap *return* saham juga menunjukkan hasil yang relatif beragam. Penelitian yang dilakukan oleh Sohail & Hussain (2012) menyatakan bahwa inflasi dan nilai tukar berpengaruh signifikan terhadap *return* saham di pasar modal India dan Pakistan. Butt *et al.* (2010) menjelaskan bahwa inflasi lebih berpengaruh terhadap *return* saham untuk *level* industri dibandingkan *level* perusahaan. Hasil yang berbeda dikemukakan oleh Sodikin (2007), pada industri sektor pertanian, inflasi dan nilai tukar memiliki pengaruh yang lemah terhadap *return* saham. Janor *et al.* (2010) menjelaskan hasil penelitian di Malaysia bahwa inflasi tidak memiliki hubungan signifikan dengan *return* saham.

Penelitian terkait pengaruh krisis keuangan global diantaranya dilakukan oleh Ali & Afzal (2012). Hasil penelitian mereka di pasar modal India dan Pakistan dari tahun 2003 sampai dengan 2010, menyatakan bahwa krisis finansial global lebih berpengaruh negatif terhadap *return* saham di pasar modal India dibandingkan Pakistan.

Penelitian empiris mengenai metode EVA, MVA, dan Q-Tobin sudah banyak dilakukan, namun demikian penggunaan variabel-variabel tersebut masih jarang dilakukan secara bersamaan. Dari sisi obyek penelitian, ternyata belum banyak dilakukan penelitian menggunakan ketiga metode tersebut. Menurut Fortune dalam Chung & Pruitt (1994), para manajer keuangan sepakat bahwa penilaian melalui Q-Tobin, EVA, dan MVA memberikan hasil yang relatif sama. Oleh karena itu, penelitian menggunakan tiga metode analisis tersebut menjadi suatu terobosan dan tantangan tersendiri untuk membuktikannya. Hal ini ditambah pula dengan keberadaan faktor-faktor makroekonomi (inflasi dan nilai tukar) serta faktor lainnya berupa krisis keuangan global yang memperkuat dan memperluas variabel penelitian ini.

Berdasarkan kajian terdahulu, maka dapat dirumuskan hipotesis sebagai berikut:

$$H_0: \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6 = 0$$

Dengan variabel EVA, MVA, Q-Tobin, makroekonomi (inflasi dan nilai tukar), serta variabel krisis tidak berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan di sektor pertanian yang tercatat di BEI.

$$H_1: \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5, \beta_6 \neq 0$$

Dengan variabel EVA, MVA, Q-Tobin, makroekonomi (inflasi dan nilai tukar), serta variabel krisis berpengaruh terhadap *return* saham perusahaan-perusahaan di sektor pertanian yang tercatat di BEI.

## METODE PENELITIAN

Penelitian dilakukan dengan mengumpulkan data sekunder dari delapan perusahaan di sektor pertanian yang sahamnya tercatat di BEI. Delapan perusahaan tersebut dirincikan pada Tabel 2.

**Tabel 2. Daftar Emiten Sektor Pertanian di Bursa Efek Indonesia (BEI)**

Nama Pemegang Saham	Emiten Saham
Sub Sektor Perkebunan	
PT Astra Agro Lestari, Tbk	AALI
PT PP London Sumatera Indonesia, Tbk	LSIP
PT Sinar Mas Agro Resources and Technology, Tbk	SMAR
PT Tunas Baru Lampung, Tbk	TBLA
PT Bakrie Sumatera Plantation, Tbk	UNSP
Sub Sektor Peternakan	
PT Cipendawa, Tbk	CPDW
Sub Sektor Perikanan	
PT Dana Samudera Fishing Industries Tbk	DSFI
Sub Sektor Lainnya	
PT Bumi Teknokultura Unggul, Tbk	BTEK

Data tersebut diolah dan dianalisis untuk memperoleh gambaran mengenai kinerja keuangan, nilai tambah dan nilai pasar serta hubungan pengaruh dari komponen-komponen tersebut terhadap kinerja keuangan perusahaan. Penelitian dilaksanakan dalam waktu empat bulan, dari bulan Maret hingga Mei 2013.

### Desain Penelitian

Penelitian dilakukan pada perusahaan publik di sektor pertanian yang telah mengumumkan laporan keuangan secara lengkap dari periode tahun 2005–2011. Penelitian dilaksanakan melalui pendekatan deskriptif kualitatif dan kuantitatif ekonometrika, diinterpretasikan berdasarkan teori-teori dan literatur-literatur mengenai EVA, MVA, dan Q-Tobin, faktor-faktor makroekonomi, dan *return* saham. Di samping itu, digunakan analisis regresi menggunakan panel data. Analisis regresi digunakan untuk mengetahui pengaruh EVA, MVA, Q-Tobin, dan faktor-faktor makroekonomi terhadap *return* saham.

Data yang digunakan meliputi data kuantitatif dan data kualitatif yang terdiri dari data sekunder seperti laporan keuangan konsolidasian perusahaan secara tahunan (*audited*) dan triwulanan yang diperoleh dari [www.idx.co.id](http://www.idx.co.id), situs perusahaan terkait, dan

perpustakaan BEI, data historis IHSG dan harga saham perusahaan diperoleh dari [www.duniainvestasi.com](http://www.duniainvestasi.com) dan [www.finance.yahoo.com](http://www.finance.yahoo.com), data nilai tukar rupiah terhadap dollar AS diperoleh dari [www.fx.sauder.ubs.ca](http://www.fx.sauder.ubs.ca), data tingkat inflasi diperoleh dari [www.bi.go.id](http://www.bi.go.id), serta studi kepustakaan dengan mempelajari buku-buku terkait dengan penelitian, internet, jurnal dan artikel-artikel lain yang berhubungan dengan penelitian ini.

Data dikumpulkan dengan menggunakan teknik *purposive sampling*, yaitu penarikan dengan tujuan atau pertimbangan tertentu (Juanda, 2009). Beberapa kriteria dalam pemilihan sampel adalah perusahaan *go public* dalam sektor pertanian yang telah tercatat sebagai emiten di Bursa Efek Indonesia (BEI) dan perusahaan mengeluarkan laporan keuangan tahunan setiap tahun dan juga terdaftar harga sahamnya selama periode 2005–2011.

Pengolahan data untuk mengetahui nilai EVA, MVA, Q-Tobin, inflasi, nilai tukar, dan *return* Saham dilakukan secara kuantitatif, dengan menggunakan *software microsoft excel*. Untuk mengetahui pengaruh variabel independen dengan variabel dependen menggunakan analisis regresi data panel, dilakukan pula secara kuantitatif yaitu dengan program EViews versi 6. Setelah semua data diproses dan diketahui nilainya dilakukan analisis secara deskriptif untuk menjelaskan perbandingan antar variabel, lalu dijelaskan pula pengaruh antar variabel yang diuji.

### Analisis Regresi Data Panel

Analisis regresi dalam penelitian ini menggunakan data panel. Data panel merupakan penggabungan data *time series* dan *data cross section*. Dengan kata lain, data panel adalah data yang diperoleh dari *data cross section* yang diobservasi berulang pada unit individu (obyek) yang sama pada waktu yang berbeda. Dengan demikian, akan diperoleh gambaran tentang perilaku beberapa obyek tersebut selama beberapa periode waktu (Juanda, 2009).

Analisis regresi data panel dalam penelitian ini merupakan pengaruh variabel EVA, MVA, Q-Tobin, inflasi, dan kurs terhadap *return* saham. Model persamaan yang digunakan dalam persamaan adalah sebagai berikut:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 EVARET_{it} + \beta_2 MVARET_{it} + \beta_3 Q - TobinRET_{it} + \beta_4 Inflasi_{it} + \beta_5 Nilai\ Tukar_{it} + \beta_6 Dummy_{it} + e_{it}$$

$I = n$  saham perusahaan

$t = n$  tahun pengamatan

$\alpha = intercept$

$\beta_i$  = koefisien regresi variabel bebas (*slope*)  
 $R_{it}$  = *return* saham *i* pada tahun *t*  
 $EVARET_{it}$  = nilai EVA *return* saham *i* pada tahun *t*  
 $MVARET_{it}$  = nilai MVA *return* saham *i* pada tahun *t*  
 $Q\text{-Tobin}RET_{it}$  = nilai Q-Tobin *return* saham *i* pada tahun *t*  
 $Inflasi_{it}$  = nilai Inflasi saham *i* pada tahun *t*  
 $Nilai\ Tukar_{it}$  = nilai mata uang rupiah terhadap US dollar saham *i* tahun *t*  
 $Dummy$  = variabel *dummy* pada saat dan tidak terjadi krisis finansial global

### Pemilihan Model Terbaik

Untuk memilih model terbaik dari tiga pendekatan, yakni model *pooled least square* (PLS), model *fixed effect*, dan model *random effect* diperlukan sebuah alat pengujian model tersebut. Ada tiga alat pengujian untuk memilih model panel data, yaitu uji Chow (Chow test), uji LM (LM test), dan uji Hausman (Hausman test). Uji Chow digunakan untuk memilih apakah model PLS atau *Fixed Effect*. Uji LM adalah alat uji untuk memilih antara model PLS atau *Random Effect*. Uji Hausman digunakan untuk memilih Model *Fixed Effect* atau *Random Effect*. (Juanda & Junaidi, 2012).

### Uji Chow

Uji Chow (Chow test) merupakan suatu pengujian yang digunakan untuk memilih di antara model *pooled least square* dan *fixed effect*. Hipotesis dalam pengujian ini adalah:

$H_0$  : Model *Pooled Least Square*

$H_1$  : Model *Fixed Effect*

Dasar penolakan terhadap hipotesis nol tersebut adalah dengan menggunakan  $F_{statistik}$  seperti yang dirumuskan:

$$CHOW = \frac{(RRSS - URSS)/(N - 1)}{URSS/(NT - N - K)}$$

$RRSS$  = *Restricted Residual Sum Square (Sum Squares Residual PLS)*

$URSS$  = *Unrestricted Residual Sum Square (Sum Square Residual Fixed)*

$N$  = Jumlah data *cross section*

$T$  = Jumlah data *time series*

$K$  = Jumlah variabel penjelas

Pengujian ini mengikuti distribusi  $F_{statistik}$  yaitu  $F_{N-1, NT-N-K}$ . Jika nilai  $CHOW Statistic (F_{stat})$  hasil pengujian lebih besar dari  $F_{tabel}$ , maka cukup bukti untuk melakukan penolakan terhadap hipotesis nol sehingga model yang digunakan adalah model *fixed effect*, be-

gitu juga sebaliknya jika nilai  $CHOW Statistic (F_{stat})$  lebih kecil dari  $F_{tabel}$ , maka model yang digunakan adalah model *pooled least square*.

### Uji Hausman

Uji Hausman (Hausman test) adalah pengujian statistik sebagai dasar pertimbangan dalam memilih untuk menggunakan model *fixed effect* atau model *random effect*. Pengujian hipotesis model ini adalah:

$H_0$ : *Random Effect Model*

$H_1$ : *Fixed Effect Model*

Sebagai dasar penolakan hipotesis nol, jika nilai statistik Hausman lebih besar daripada nilai kritis statistik *chi-square* (Juanda & Junaidi 2012).

### Uji Breusch-Pagan LM

Breusch-Pagan LM Test adalah pengujian yang digunakan di dalam pemilihan antara REM dan PLS. Pengujian ini didasarkan pada nilai residual model PLS (Juanda & Junaidi 2012). Pengujian hipotesis model ini adalah:

$H_0$ : *Pooled Least Square*

$H_1$ : *Random Effect*

Nilai statistik LM dihitung berdasarkan formula sebagai berikut:

$$LM = \frac{nT}{2(T-1)} \left[ \frac{\sum_{i=1}^n \left[ \sum_{t=1}^T e_{it} \right]^2}{\sum_{i=1}^n \sum_{t=1}^T e_{it}^2} - 1 \right]^2$$

$N$  = jumlah individu

$T$  = jumlah periode waktu

$e_{it}$  = residu metode PLS

Uji LM ini didasarkan pada distribusi *chi-square* dengan derajat bebas sebesar satu. Jika hasil statistik LM lebih besar dari nilai kritis statistik *chi-square*, maka hipotesis nol akan ditolak, yang berarti estimasi yang tepat untuk regresi data panel adalah metode REM (Juanda & Junaidi 2012).

Pemilihan model yang dihasilkan dapat diuji secara statistik dengan pengujian hipotesis yang berfungsi untuk mengetahui model dalam penelitian yang digunakan apakah sudah cukup baik ataupun belum dalam menjelaskan keragaman yang terdapat pada suatu permasalahan. Terdapat beberapa kriteria pengujian statistik yaitu koefisien determinasi, uji  $F$ ,

dan uji *t*. Selain itu uji asumsi klasik dapat dilakukan untuk memastikan bahwa model regresi yang terpilih terdapat permasalahan atau tidak.

## HASIL DAN PEMBAHASAN

### Analisis Kinerja Berdasarkan EVA

Analisis EVA terhadap delapan perusahaan menunjukkan hasil fluktuasi selama periode pengamatan dari tahun 2005 sampai dengan 2011. Berdasarkan nilai *mean*, sebanyak empat perusahaan memiliki nilai *mean* negatif yang berarti sebagian besar data EVA perusahaan bernilai negatif. Hanya emiten AALI, LSIP, dan SMAR yang memiliki nilai *mean* positif. Selain itu, terdapat enam perusahaan, yaitu LSIP, SMAR, TBLA, UNSP, CPDW, DSFI, BTEK memiliki standar deviasi lebih besar dibandingkan nilai *mean*. Hal ini berarti tingkat penyimpangan penyebaran data kelima perusahaan tersebut lebih besar dibandingkan nilai *mean*. Dari sisi normalitas data, maka dapat dilihat dari nilai *Jarque-Bera* dan probabilitasnya. Dengan hipotesis nol pada berdistribusi normal, uji *Jarque-Bera* (JB) didistribusi dengan  $\chi^2$  dan derajat bebas (*degree of freedom*) sebesar dua. Probabilitas menunjukkan kemungkinan nilai JB melebihi nilai terobservasi di bawah hipotesis nol. Nilai probabilitas yang kecil cenderung mengarahkan pada penolakan hipotesis nol berdistribusi normal. Bila nilai JB tidak signifikan (lebih kecil dari dua) dan nilai probabilitasnya lebih besar dari selang kepercayaan 5%, maka data berdistribusi normal (Winarno, 2011). Semua perusahaan memiliki data EVA berdistribusi normal karena nilai JB lebih kecil dari derajat bebas sebesar dua dan nilai probabilitasnya lebih besar dari selang kepercayaan 5%. Hal ini diperjelas dalam Tabel 3.

Berdasarkan pengelompokan nilai EVA, dirinci jumlah nilai EVA setiap perusahaan yang bernilai positif dan negatif. Sebagaimana dijelaskan pada Tabel 4, hanya perusahaan AALI, LSIP, dan SMAR yang memiliki jumlah EVA positif lebih banyak diban-

dingkan nilai EVA negatif. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan secara mampu meningkatkan kinerjanya dalam menciptakan nilai perusahaan yang bermanfaat bagi investor atau pihak-pihak terkait yang berkepentingan (*stakeholders*). Sebaliknya, terdapat lima perusahaan yang menghasilkan nilai EVA negatif lebih banyak dibandingkan nilai EVA positif, bahkan perusahaan CPDW dan BTEK memiliki nilai EVA yang seluruhnya negatif. Hal ini berarti lima perusahaan tersebut tidak mampu meningkatkan kinerja dalam menciptakan nilai perusahaan, bahkan menjadi nilai perusak (*destroyer value*) dan menghabiskan modal yang diinvestasikan oleh investor.

**Tabel 4. Perkembangan Nilai EVA Sektor Pertanian Periode 2005–2011**

Emiten	EVA Positif	EVA Negatif
AALI	7	0
LSIP	7	0
SMAR	6	1
TBLA	2	5
UNSP	3	4
CPDW	0	7
DSFI	2	5
BTEK	0	7

Sumber: *Indonesia Stock Exchange*, 2013

### Analisis Kinerja Berdasarkan MVA

Analisis MVA terhadap delapan perusahaan menunjukkan hasil fluktuasi selama periode pengamatan dari tahun 2005 sampai dengan 2011. Sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 5, sebanyak tujuh perusahaan memiliki nilai *mean* positif yang berarti sebagian besar data MVA perusahaan bernilai positif. Hanya emiten UNSP yang memiliki nilai *mean* negatif. Terdapat lima perusahaan memiliki nilai standar deviasi yang lebih besar daripada nilai *mean*. Kemudian, terdapat tujuh perusahaan yang memiliki JB lebih kecil dari dua dan semua perusahaan memiliki probabilitas > 5%.

**Tabel 3. Statistika Deskriptif Data EVA Sektor Pertanian Tahun 2005–2011**

Emiten	<i>Mean</i>	Standar Deviasi	<i>Jarque-Bera Test</i>	Probabilitas*
AALI	967146,9	537031,4	0,7288	0,6946
LSIP	267651,3	282206,4	1,0312	0,5971
SMAR	221661,3	440151,7	0,4033	0,8173
TBLA	-48280,83	112080,6	0,8502	0,6536
UNSP	-218239,9	361502,3	1,4661	0,4804
CPDW	-5267,63	2750,35	1,4016	0,4962
DSFI	-41810,61	40882,56	0,5600	0,7557
BTEK	-19000,89	4770,404	0,5797	0,7483

Keterangan: \*) Nilai  $P < 0,05$

Berdasarkan pengelompokan nilai MVA, dirinci jumlah nilai MVA setiap perusahaan yang bernilai positif dan negatif. Terdapat lima perusahaan yang memiliki jumlah MVA positif lebih banyak dibandingkan nilai MVA negatif. Kondisi ini menunjukkan bahwa perusahaan secara umum sebagian mampu meningkatkan kekayaan pemegang saham dari modal yang diinvestasikan. Terdapat tiga perusahaan yang menghasilkan nilai MVA negatif lebih banyak dibandingkan nilai MVA positif. Hal ini sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 6.

### Analisis Kinerja Berdasarkan Q-Tobin

Analisis Q-Tobin terhadap delapan perusahaan menunjukkan hasil yang juga fluktuatif selama periode pengamatan dari tahun 2005 sampai dengan 2011. Sebanyak empat perusahaan memiliki nilai  $mean\ q > 1$  yang berarti sebagian besar data  $q$  empat

perusahaan tersebut lebih besar dari satu. Terdapat tujuh perusahaan memiliki nilai standar deviasi yang lebih kecil daripada nilai  $mean$ . Hal ini berarti secara umum data Q-Tobin baik karena tingkat penyimpangan penyebaran data lebih kecil dibandingkan nilai  $mean$ . Kemudian, data sebagian besar perusahaan berdistribusi normal, kecuali LSIP dan TBLA yang tidak berdistribusi normal karena nilai JB lebih besar dari dua meskipun nilai probabilitasnya lebih besar dari selang kepercayaan 5%. Hal ini sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 7.

Berdasarkan pengelompokan nilai Q-Tobin, terdapat lima perusahaan, yaitu LSIP, UNSP, TBLA, CPDW, DSFI, dan BTEK yang memiliki nilai  $q < 1$ , sedangkan tiga perusahaan lain, yaitu AALI, SMAR, dan BTEK memiliki nilai  $q > 1$ . Tidak ada perusahaan yang memiliki nilai  $q = 1$ . Hasil Q-Tobin ini menunjukkan bahwa sebagian besar saham perusahaan sektor pertanian *undervalued*, yang berarti mana-

**Tabel 5. Statistik Deskriptif Data MVA Sektor Pertanian Tahun 2005–2011**

Emiten	Mean	Standar Deviasi	Jarque-Bera Test	Probabilitas*
AALI	22992524	12757042	0,5279	0,7679
LSIP	677716,9	4021986	4,4529	0,1079
SMAR	6251882	5447502	0,6398	0,7262
TBLA	537884,1	722131,2	0,7842	0,6756
UNSP	-293154,5	3668131	0,3502	0,8393
CPDW	669.258	4460,600	0,3669	0,8311
DSFI	4783,32	66234,54	0,6684	0,7159
BTEK	245917,8	435472,4	1,4526	0,4836

Keterangan: \*) Nilai  $P < 0,05$

**Tabel 6. Perkembangan Nilai MVA Sektor Pertanian Tahun 2005–2011**

Emiten	MVA Positif	MVA Negatif
AALI	7	0
LSIP	3	4
SMAR	6	1
TBLA	6	1
UNSP	3	4
CPDW	5	2
DSFI	3	4
BTEK	5	2

Sumber: Indonesia Stock Exchange, 2013

**Tabel 7. Statistika Deskriptif Data Q-Tobin Setiap Perusahaan Periode 2005–2011**

Emiten	Mean	Standar Deviasi	Jarque-Bera Test	Probabilitas*
AALI	4,4386	2,0729	0,5695	0,7521
LSIP	0,8100	0,5792	2,5600	0,2780
SMAR	1,2843	0,6687	0,8206	0,6634
TBLA	0,8029	0,2368	2,1413	0,3427
UNSP	1,0686	0,5744	0,9982	0,6071
CPDW	0,5471	0,4969	1,7308	0,4209
DSFI	0,5642	0,4170	0,8449	0,6654
BTEK	3,7300	5,1410	1,4141	0,4930

Keterangan: \*) Nilai  $P < 0,05$

jemen kurang berhasil dalam mengelola asetnya sehingga berdampak kepada potensi pertumbuhan investasi yang rendah. Hal ini sebagaimana dijelaskan dalam Tabel 8.

**Tabel 8. Perkembangan Nilai Q-Tobin Setiap Perusahaan Periode 2005–2011**

Emiten	$q > 1$	$q < 1$	$q = 1$
AALI	7	0	0
LSIP	1	6	0
SMAR	4	3	0
TBLA	2	5	0
UNSP	3	4	0
CPDW	1	6	0
DSFI	2	5	0
BTEK	4	3	0

Sumber: *Indonesia Stock Exchange*, 2013

### Analisis Pengaruh Variabel Kinerja Berbasis Penciptaan Nilai dan Makroekonomi terhadap Return Saham

Berdasarkan uji Chow dan uji Breusch-Pagan LM, maka didapat model terbaik, yaitu *Random Effect Model* (REM). Persamaan regresi model adalah:

$$\text{Return Saham} = 0,144 + 0,006 \text{ EVARET} + 0,065 \text{ MVARET} + 0,275 \text{ Q-TobinRET} + 1,526 \text{ Inflasi} - 0,232 \text{ Nilai Tukar} - 0,392 \text{ Dummy}$$

Model REM yang dihasilkan dapat mengatasi permasalahan dalam uji asumsi klasik, seperti heteroskedastisitas dan otokorelasi karena menggunakan GLS (*Generalized Least Square*). Hasil model REM tersebut menjelaskan bahwa nilai koefisien determinasi ( $R^2$ ) hanya sebesar 64,00%. Hal ini berarti bahwa model regresi hanya bisa menjelaskan 64,00% tentang *return* saham, sedangkan sisanya sebesar 36,00% dijelaskan variabel lainnya. Dengan demikian model regresi tersebut cukup baik. Hanya terdapat

dua variabel independen yang memiliki pengaruh signifikan terhadap pergerakan *return* saham, yaitu *MVARET* dan *Q-TobinRET*. Berdasarkan uji  $F$ , menunjukkan probabilitas nilai  $F$  sebesar 0,000000. Hal ini berarti variabel independen secara simultan mempengaruhi *return* saham secara signifikan karena nilai signifikansinya lebih kecil dari 0,05, seperti terlihat dalam Tabel 9.

Terkait uji  $t$ , maka dijelaskan hubungan antara masing-masing variabel independen dengan variabel dependen. Variabel *EVARET* memiliki probabilitas 0,476 dengan  $\alpha = 5\%$  serta koefisien 0,006. Hal ini berarti bahwa variabel *EVARET* tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sejalan dengan hasil penelitian Bacidore *et al.* (1997) yang menjelaskan bahwa *EVARET* memiliki korelasi yang signifikan dengan *return* saham. Sebagian besar perusahaan-perusahaan yang diteliti (600 perusahaan) merupakan perusahaan-perusahaan besar di Amerika Serikat yang masuk dalam *Stern Stewart Performance 1000 Database* dan telah menerapkan metode EVA. Ismail (2011) menyatakan dalam penelitiannya bahwa EVA positif dan EVA negatif memiliki hubungan tidak signifikan dengan *return* saham serta EVA kurang memadai digunakan sebagai metode dalam memprediksi kinerja perusahaan.

Hasil *EVARET* yang memiliki pengaruh tidak signifikan terhadap *return* saham disebabkan sebagian perusahaan memiliki pergerakan nilai EVA berkebalikan dengan pergerakan *return* saham. Selain itu, terdapat perusahaan memiliki pergerakan *return* saham yang stagnan untuk beberapa periode, namun memiliki pergerakan nilai EVA fluktuatif, seperti yang terjadi pada emiten DSFI. Kondisi inilah yang memperkuat bahwa *return* saham sebagian besar emiten sektor pertanian tidak dipengaruhi oleh EVA. Faktor risiko usaha, tata kelola perusahaan, dan kapitalisasi pasar perusahaan-perusahaan sektor pertanian yang beragam, sehingga membedakan persepsi para investor terhadap kinerja saham perusahaan-perusahaan tersebut.

**Tabel 9. Pengaruh Variabel Kinerja Berbasis Penciptaan Nilai dan Makroekonomi terhadap Return Saham Periode Triwulanan 2005–2011 (Model REM)**

Variabel	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Probabilitas*
<i>EVARET</i>	0,006386	0,008885	0,718738	0,4757
<i>MVARET</i>	0,065299	0,016394	3,983217	0,0002
<i>QTOBINRET</i>	0,275131	0,088467	3,109966	0,0031
INFLASI	1,525901	3,166910	0,481826	0,6321
NILAITUKAR	-0,232004	2,069677	-0,112097	0,9112
DUMMY	-0,391727	0,500709	-0,782344	0,4378
C	0,143773	0,308548	0,465967	0,6433
<i>R-squared</i>	0,640013			
<i>Prob (F-statistic)</i>	0,000000			

\* Nilai  $P < 0,05$



Variabel *MVARET* Berdasarkan model REM, bahwa variabel *MVARET* memiliki probabilitas 0,000 dengan  $\alpha = 5\%$  serta koefisien 0,065. Hal ini berarti variabel *MVARET* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini selaras dengan hasil penelitian Irwansyah (2001) yang menyatakan bahwa *MVARET* berpengaruh signifikan terhadap *return* saham 20 perusahaan manufaktur dari tahun 1996 sampai dengan 2000.

Perusahaan yang memiliki MVA positif cenderung menghasilkan *return* saham yang positif. Hal ini sebagai respon pasar terhadap kinerja saham perusahaan yang memiliki nilai pasar ekuitas yang lebih tinggi dibandingkan nilai buku ekuitas. Begitupun sebaliknya terhadap perusahaan yang menghasilkan nilai MVA negatif. Perusahaan yang dapat fokus terhadap bisnis utamanya biasanya menghasilkan MVA positif, dan hal ini terbukti sebagaimana penelitian Lehn & Makhija (1996). Irwansyah (2001) menyatakan bahwa investor di Indonesia sebelum melakukan investasi terlebih dahulu memperhatikan reaksi pasar terhadap kinerja perusahaan.

Variabel *Q-TobinRET* memiliki probabilitas 0,003 serta koefisien 0,275. Hasil ini menjelaskan bahwa *Q-TobinRET* memiliki pengaruh signifikan positif terhadap *return* saham. Vadiee & Hosseini (2012) menjelaskan penelitiannya terhadap 120 perusahaan yang terdaftar di Teheran *Stock Exchange* bahwa *Q-Tobin* memiliki hubungan yang signifikan terhadap *return* saham. Perusahaan-perusahaan yang mampu mengelola aset yang memadai dalam bentuk peningkatan usaha, maka respon investor terhadap kinerja saham perusahaan positif. Smithers & Wright (2000) menyatakan bahwa semakin tinggi kinerja perusahaan dalam menghasilkan profit, berarti perusahaan dapat meningkatkan kekayaan investor. Harney & Tower (2003) serta Sum (2013) menyatakan dalam penelitiannya bahwa perubahan nilai *Q-Tobin* menjadi penyebab *return* saham dan dapat memprediksi *return* saham kedepannya.

Variabel inflasi memiliki probabilitas 0,632 serta koefisien 1,525. Hal ini berarti bahwa inflasi tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Hasil penelitian ini tidak sesuai dengan penelitian Butt *et al.* (2010). Janor *et al.* (2010) menjelaskan hasil penelitian di Malaysia bahwa inflasi tidak memiliki hubungan signifikan dengan *return* saham disebabkan persepsi investor di negara-negara berkembang berbeda dengan negara-negara maju dalam menentukan pergerakan *return* saham. Tidak hanya ditentukan oleh kekuatan penawaran dan permintaan harga saham yang dapat menentukan *return* saham, tetapi juga dari variabel lainnya seperti kebijakan moneter

suatu negara, faktor psikologis pasar, kondisi politik dan sosial, dan lain sebagainya.

Variabel nilai tukar memiliki probabilitas 0,911 serta koefisien -0,232. Hal ini berarti bahwa variabel nilai tukar tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Sodikin (2007) memperkuat hasil penelitian ini bahwa untuk industri sektor pertanian, nilai tukar memiliki pengaruh yang lemah terhadap *return* saham.

Beragamnya karakteristik usaha dan produk menyebabkan nilai tukar tidak berpengaruh terhadap *return* saham. Bagi perusahaan yang orientasi penjualannya tidak ekspor serta input produksinya mengandalkan dari luar, seperti bahan baku dan bahan pendukung (bahan bakar minyak), maka apresiasi nilai rupiah menguntungkan perusahaan dari sisi efisiensi produksi sehingga dapat berdaya saing produknya di pasaran. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Masyami *et al.* (2004) di Singapura. Namun demikian, sebagian perusahaan lainnya, seperti subsektor perkebunan yang memiliki orientasi ekspor dan dominan produknya ditentukan oleh harga dunia dalam bentuk dollar, maka perubahan nilai tukar mempengaruhi hasil penjualan dan daya saing mereka di pasaran, sehingga berpengaruh pula kepada kinerja saham. Variabel *dummy* krisis memiliki probabilitas 0,438 serta koefisien -0,392. Hasil ini menunjukkan bahwa variabel *dummy* krisis tidak berpengaruh signifikan terhadap *return* saham. Ali & Afzal (2012) menjelaskan hasil penelitiannya bahwa krisis finansial global tidak berpengaruh terhadap *return* saham di pasar modal Pakistan.

Pada saat krisis finansial global pada tahun 2008 memang terjadi perpindahan cukup besar aset dan modal oleh investor asing dari Indonesia ke negara yang relatif aman sehingga mempengaruhi kinerja saham di bursa Indonesia. Andati (2012) menjelaskan bahwa sebagian besar perpindahan aset dan modal dari Indonesia secara dominan terjadi pada perusahaan-perusahaan subsektor perkebunan dikarenakan perusahaan-perusahaan tersebut memiliki kapitalisasi modal yang besar. Investor asing lebih memilih perusahaan-perusahaan besar karena sudah mengenal sehingga menghindari informasi asimetris (Chandra, 2010). Hanya saja tidak semua perusahaan sektor pertanian merupakan emiten besar dan terkenal, terutama emiten di subsektor selain subsektor perkebunan yang nilai kepemilikan investasi asing tidak terlalu besar sehingga dimungkinkan tidak berpengaruh dengan adanya krisis keuangan global, selain pertimbangan faktor-faktor lain yang mengesampingkan krisis keuangan yang terjadi.

## Implikasi Manajerial

Berdasarkan hasil analisis di atas, maka implikasinya secara manajerial bagi investor adalah hasil analisis EVA, MVA, dan Q-Tobin menunjukkan bahwa secara individual terlihat perusahaan mana saja yang optimal menghasilkan nilai tambah bagi investor dalam mengelola modal yang diinvestasikan dan aset. Hasil ini dapat dijadikan acuan bagi investor untuk menilai performa perusahaan tersebut dan menjadi acuan untuk memutuskan pilihan investasi terhadap perusahaan-perusahaan tersebut. Dari sisi pengaruh terhadap *return* saham, ternyata hanya Q-Tobin yang berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham yang menjadi masukan bagi investor bahwa dalam menentukan nilai *return* atas investasi yang dilakukan.

Implikasi manajerial bagi perusahaan diantaranya bahwa jika perusahaan ingin meningkatkan nilai EVA, perusahaan dapat memilih strategi dengan (i) meningkatkan pendapatan operasional dengan kebutuhan modal yang minimal, (ii) menggunakan lebih sedikit modal untuk tingkat operasi perusahaan yang sama, (iii) serta menginvestasikan dalam beberapa proyek yang menghasilkan keuntungan yang lebih besar dibandingkan dengan biaya modal dengan menjalankan strategi *leverage* (Chen & Dodd, 1997). Selain itu, peningkatan nilai MVA terfokus pada nilai pasar ekuitas yang mencerminkan nilai kekayaan pemegang saham. Lehn & Makhija (1996) menjelaskan secara empiris, bahwa perusahaan yang fokus terhadap aktivitas bisnis akan memberikan hasil MVA yang lebih tinggi. Kemudian perusahaan dapat menghasilkan nilai  $q$  yang tinggi jika perusahaan mampu mengelola aset dan pembiayaan aset, termasuk modal kerja yang lebih agresif.

Terkait implikasi manajerial oleh regulator, maka dengan penerapan metode kinerja berbasis penciptaan nilai yang belum optimal di sektor pertanian, diharapkan menjadi masukan bagi regulator, seperti Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dan Bursa Efek Indonesia (BEI) untuk melakukan kajian perumusan kebijakan termasuk penyiapan infrastruktur yang mengatur penerapan metode ini di seluruh emiten dengan mempertimbangan *cost and benefit*. Upaya ini harus melibatkan dalam bentuk koordinasi dengan pihak berkepentingan dan regulator lainnya. Implikasi berikutnya, dengan hasil pemodelan REM menjelaskan bahwa volatilitas *return* saham lebih dipengaruhi oleh *MVARET* dan *Q-TobinRET* dibandingkan dengan *EVARET* serta faktor makroekonomi termasuk krisis finansial global. Hasil ini akan menjadi masukan bagi OJK untuk merumuskan kebijakan yang lebih tepat dalam menjaga dan meningkatkan kinerja saham emiten sektor pertanian dengan memperhatikan faktor-faktor yang mempengaruhinya.

## SIMPULAN DAN SARAN

### Simpulan

Berdasarkan hasil pembahasan di atas, maka dapat disimpulkan sebagai berikut:

1. Sebagian besar perusahaan tersebut menghasilkan nilai EVA negatif lebih banyak dibandingkan nilai EVA positif. Hasil MVA menghasilkan sebaliknya, ternyata sebagian besar perusahaan menghasilkan nilai MVA positif lebih banyak dibandingkan nilai MVA negatif. Kemudian nilai Q-Tobin yang menghasilkan hasil relatif sama dengan EVA, bahwa sebagian besar perusahaan menghasilkan nilai  $q < 1$  lebih banyak dibandingkan nilai  $q > 1$ . Perbedaan hasil ketiga metode tersebut tidak sesuai dengan pernyataan dari *Fortune* dalam Chung & Pruitt (1994) yang menjelaskan bahwa hasil ketiga metode tersebut menghasilkan nilai yang relatif sama. Perbedaan hasil analisis tersebut lebih disebabkan perbedaan struktur modal dan aset perusahaan, kemampuan manajemen perusahaan, kapasitas usaha, karakteristik produk, dan risiko usaha.
2. Variabel *MVARET* dan *Q-TobinRET* yang memiliki pengaruh signifikan terhadap *return* saham, sedangkan *EVARET*, faktor makroekonomi dan krisis keuangan global tidak berpengaruh secara signifikan terhadap *return* saham.
3. Implikasi manajerial hasil analisis ini bagi investor bisa menjadi masukan untuk mengevaluasi dan memilih alternatif investasi terhadap beberapa perusahaan sektor pertanian berdasarkan hasil analisis EVA, MVA, dan Q-Tobin. Selain itu dengan hasil pemodelan REM juga mempengaruhi keputusan investor bahwa faktor-faktor lain selain variabel *MVARET* dan *Q-TobinRET* menjadi dasar utama penilaian investor terhadap kinerja saham perusahaan sektor pertanian. Hasil analisis EVA, MVA, dan Q-Tobin memberikan petunjuk bagi perusahaan agar melakukan langkah strategis dengan memperhatikan unsur-unsur utama ketiga metode tersebut. Selanjutnya bagi OJK bisa melakukan kajian terhadap kemungkinan penggunaan ketiga alat analisis kinerja tersebut dengan berkoordinasi dengan pihak-pihak terkait, termasuk kebijakan yang lebih tepat terhadap faktor-faktor yang mempengaruhi *return* saham.

### Saran

Saran yang perlu dilakukan atas hasil analisis dan pembahasan ini adalah:

1. Bagi perusahaan agar menghasilkan nilai EVA, MVA, dan Q-Tobin yang optimal, maka perlu perubahan orientasi seluruh manajemen dan karyawan dalam memfokuskan kepada penciptaan nilai tambah perusahaan dari sisi investor dan *stakeholder* terkait peningkatan kinerja perusahaan. Ketiga metode tersebut merupakan metode pengukuran kinerja untuk perubahan strategi manajemen. Hal ini bisa dikombinasikan dengan pengukuran kinerja lainnya seperti *balanced scorecard*. Kemudian perlu dikembangkan manajemen aset dan manajemen hutang yang terintegrasi untuk mengelola aset dan kewajiban secara optimal untuk menghindari adanya *over capacity* atau *idle capacity* terhadap penggunaan aset dan kewajiban perusahaan.
2. Mengingat hasil pemodelan REM yang menyatakan bahwa secara koefisien determinasi menjelaskan pengaruh terhadap return saham hanya 64,00%, maka perlu ada variabel lain secara fundamental dan faktor makroekonomi lainnya termasuk faktor kualitatif, seperti informasi asimetri dan psikologi pasar yang mempengaruhi kinerja saham perusahaan dalam penelitian lanjutan. Selain itu, perlu ada penambahan jumlah obyek penelitian termasuk klasifikasinya tidak hanya satu sektor saja, yang dapat memberikan hasil lebih baik dan komprehensif terhadap penelitian ini.

#### DAFTAR REFERENSI

- Ali, R. & Afzal, M. 2012. Impact of Global Financial Crisis on Stock Markets: Evidence from Pakistan and India. *E3 Journal of Business Management and Economics*, 3(7): 275–282.
- Andati, T. 2012. *Pengaruh Faktor-faktor Makro-Mikro terhadap Pertumbuhan Investasi Sektoral dalam Era Liberalisasi Keuangan: Analisis Q-Tobin*. Disertasi. Bogor: Institut Pertanian Bogor.
- Bacidore, J. M., Boquist, J. A., Milbourn, T. T., & Thakor, A. V. 1997. The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analysts Journal*, 54(1): 11–20.
- Badan Pusat Statistik. 2013. *Produk Domestik Bruto atas Dasar Harga Konstan Tahun 2000 Menurut Sektor Usaha 2005–2011*, ([http://www.bps.go.id/tab\\_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id\\_subyek=11&notab=16](http://www.bps.go.id/tab_sub/view.php?kat=2&tabel=1&daftar=1&id_subyek=11&notab=16), diunduh 9 Januari 2013).
- Butt, B. Z., Rehman, K. U., Khan, M. A., & Safwan, N. 2009. Do Economic Factors Influence Stock Return? A Firm and Industry Level Analysis. *African Journal of Business Management*, 4(5): 583–593.
- Chandra, R. 2010. Analisis Pemilihan Saham oleh Investor Asing di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ilmu Administrasi dan Organisasi*, 17(2): 101–113.
- Chen, S. & Dodd, J. L. 1997. Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of New Corporate Measure. *Journal Managerial*, 9(3): 316–333.
- Chung, K. H. & Pruitt. 1994. A Simple Approximation of Tobin's q. *Financial Management*, 23(3): 70–74.
- Harney, M. & Tower, R. 2003. Predicting Equity Returns Using Tobin's q and Price Earning Ratios. *The Journal of Investing*, 12(3): 58–70.
- Indonesia Stock Exchange. 2010. *Buku Panduan Indeks Harga Saham Bursa Efek Indonesia*. Jakarta: Indonesia Stock Exchange.
- \_\_\_\_\_. 2013. *IDX Statistics*, (<http://www.idx.co.id/id-id/beranda/publikasi/statistik.aspx>, diunduh 9 Januari 2013).
- Irwansyah. 2001. *Analisis Pengaruh Kinerja Keuangan Perusahaan dengan Alat Ukur EVA, MVA, dan ROA terhadap Return pada Saham Perusahaan Manufaktur di BEJ*. Tesis. Semarang: Universitas Diponegoro.
- Ismail, I. 2011. The Ability of EVA Attributes in Predicting Company Performance. *African of Business Management*, 5(12): 4993–5000.
- Janor, H., Rahim, R. A., Yaacob, M. H., & Ibrahim, I. 2010. Stock Returns and Inflation with Supply and Demand Shocks: Evidence from Malaysia. *Jurnal Ekonomi Malaysia*, 44(2010): 3–10.
- Juanda, B. 2009. *Metodologi Penelitian Ekonomi dan Bisnis*. Bogor: IPB Press.
- Juanda, B. & Junaidi. 2012. *Ekonometrika Deret Waktu: Teori dan Aplikasi*. Bogor: IPB Press.
- Kartini & Hermawan, G. 2008. Economic Value Added dan Market Value Added Terhadap Return Saham. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, 12(3): 12–24.
- Lehn, K. & Makhija, A. K. 1996. EVA & MVA as Performance Measures and Signals for Strategic Change. *Strategy & Leadership*, 24(3): 34–38.
- Mankiw, N. G. 2007. *Macroeconomics*. New York, USA: Chaterine Woods and Craig Bleyer.
- Masyami, R. C., Howe, L. C., & Hamzah, M. A. 2004. Relationship between Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Cointegration Evidence from Stock Exchange of Singapore's All-S Sector Indices. *Jurnal Pengurusan*, 24(1): 47–77.

- Smithers, A. & Wright, S. 2000. *Valuing Wall Street*. New York: McGraw-Hill.
- Sodikin, A. 2007. Variabel Makro Ekonomi yang Mempengaruhi Return Saham di BEJ. *Jurnal Manajemen*, 6(2): 1–15.
- Sohail, N. & Hussain, Z. 2012. Macroeconomic Policies and Stock Returns in Pakistan: A Comparative Analysis of Three Stock Exchanges. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research and Business*, 3(10): 905–918.
- Sum, V. 2013. Tobin's q and Stock Market Performance. *Working Papers Social Science Research Network*, 1–10.
- Vadiei, M. H. & Hosseini, S. M. 2012. Accounting Criteria and Economic Performance Evaluation with Stock Return: Iranian Scenario. *Asian Journal of Management Sciences and Education*, 1 (3): 5–9.
- Winarno, W. W. 2011. *Analisis Ekonometrika dan Statistika dengan Eviews*. Yogyakarta: UPP STIM YKPN.